

阿根廷共和国信用评级报告

评级结果

长期外币信用等级: B_{i-}

长期本币信用等级: B_{i-}

评级展望: 稳定

评级时间

2018年10月31日

主要数据

项目	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
名义GDP(亿美元)	6,377.17	5,541.07	6,424.64	5,636.14	6,114.71
实际GDP增长率(%)	2.86	-1.82	2.73	-2.51	2.41
CPI增幅(%)	26.49	41.39	26.54	38.08	23.44
失业率(%)	8.35	8.47	6.55	7.25	7.08
人均GDP(美元)	14,466.55	12,708.87	14,895.32	13,208.83	14,488.83
财政盈余/GDP(%)	-6.46	-6.36	-5.79	-4.25	-3.25
政府债务/GDP(%)	52.62	53.32	55.08	43.59	41.69
财政收入/政府债务(%)	64.74	65.77	64.23	79.38	82.39
外债总额/GDP(%)	36.78	32.70	26.56	25.95	23.50
CAR/外债总额(%)	33.84	42.25	43.92	59.79	66.05
外汇储备/外债总额(%)	23.47	21.70	14.98	21.48	21.29

注: 1、实际GDP增长率以本币计算, 不考虑汇率变动因素; 2、财政盈余/GDP为负表示财政赤字相当于GDP的比值; 3、政府债务为一般政府债务总额; 4、CAR为经常账户收入; 5、外汇储备为官方外汇储备。

分析师:

丁翔 张强

联合资信评估有限公司

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层

网址: www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对阿根廷共和国(以下简称“阿根廷”)的主权信用进行了首次评级, 决定给予其长期本外币信用 B_{i-} 的等级。该评级结果表明阿根廷的主权信用风险较高, 保障债务安全的能力较弱。虽然尚可从商业、金融部门或国际援助中获取资金偿付债务本息, 但受到不利环境和经济条件冲击出现主权违约的可能性较大。

阿根廷政治体制较为稳定, 民粹主义势力较强, 曾长期执政, 但“我们改变”联盟的上台使得政局有所改变; 最近的货币危机和贪腐丑闻使得政局稳定性有所下降。近年来经济增长缓慢, 且波动性大, 通货膨胀率和失业率高; 经济对于外部融资及农产品出口的依赖性强; 银行的资本充足率和不良贷款率尚好, 但超级利差的操作手段使得银行对汇率的敏感程度极高。政府财政赤字走扩; 一般政府债务占比较高, 财政收入对政府债务保障能力弱; 对外贸易及经常账户常年维持赤字, 外债水平很高, 外部融资需求大; 经常账户收入对于政府外债保障能力弱; 本币贬值压力很大, 恐将增加外债偿付压力。

优势

- 政治体制较为稳定;
- 地缘政治环境稳定;
- 人均GDP保持相对较高水平。

关注

- 本币贬值压力大, 恐将大幅增加外债偿付压力;
- 外债水平很高, 外部融资需求大;
- 经常账户持续赤字, 且规模扩大;
- 一般政府赤字水平较高, 且不断走扩;
- 经济增长缓慢, 波动较大;
- 通货膨胀率高, 失业率较高;
- 对农产品和初级产品出口依赖程度高。

一、国家概况

阿根廷位于南美洲南部，国土面积 278.04 万平方公里，是南美面积第二大国家。东濒大西洋，西同智利以安第斯山脉为界，北部和东部与玻利维亚、巴拉圭、巴西和乌拉圭接壤。阿根廷全国划分为 24 个行政单位，由 23 个省和联邦首都布宜诺斯艾利斯市组成。

根据阿根廷统计局数据，截止 2017 年底，阿根廷的全国总人口达到了 4,427 万。居民以意大利和西班牙后裔为主的白人居多，占总人口的 95%，其他主要为高桥人、印第安人和少量亚洲移民。在全体居民中，76.5% 的居民信奉天主教，9.0% 的居民信奉新教。阿根廷的官方语言为西班牙语，官方货币为比索。

阿根廷是联合国、世界贸易组织、南方共同市场和 20 国集团的成员。

二、国家治理

政治体制较为稳定，民粹主义势力较强，曾长期执政，但近年来政治局面有所改变

阿根廷是代议制联邦共和国，立法权、司法权、行政权三权分立。根据 1994 年修改后的《宪法》，总统是国家元首、政府首脑和陆、海、空三军总司令。总统和副总统由直选产生，任期 4 年，只能连任一次。

立法方面，议会是国家最高权力机构，分参、众两院，拥有联邦立法权。参议员任期 6 年；众议员任期 4 年；参、众议员均可连选连任；现设有参议员 72 位，众议员 257 位。

司法体系方面，由最高法院和各联邦法院组成。最高法院由正副院长和 5 名大法官共同组成，院长和法官均由总统提名后经参议院批准任命，任期 3 年，可连选连任。

由胡安·庇隆所创立的、民粹主义色彩较浓的正义党是阿根廷国内最大的政治力量，曾长期垄断执政地位。近年来，因国民经济增长缓慢，政治斗争加剧，民心开始思变，在 2015 年底的大选中，中右翼反对党联盟“我们改变”的领导人马克里最终获胜，顺利出任总统；但以正义党为核心的“胜利阵线”联盟仍然在参众两院占有多数席位。

执政党在去年议会中期选举中收获可观，但今年发生的货币危机和笔记本事件导致国内政局再度紧张，不确定性上升

2017 年 10 月，阿根廷议会中期选举如期举行，执政的“我们改变”联盟在选举中获得的席位大幅增加，

在众议院由原来的 90 席增至 109 席，在参议院的原来的 17 席增至 26 席。尽管其所获得的两院席位依然均未过半数，但已可以使反对派政党无法在国会两院形成三分之二的绝对多数优势，马克里总统的执政能力有所加强，国内政局的不确定性本已开始出现下降的趋势，但进入 2018 年后，因阿根廷比索大幅度贬值引起的货币危机，以及涉及众多高官和企业家的“笔记本事件”爆发，阿根廷国内政局的紧张程度再次升高。

进入 2018 年后，因美国加息缩表步伐加快，美元指数不断走高，加上阿根廷较高的外债水平，以及财政和贸易双赤字等因素令投资者开始担心阿根廷的偿债能力，资金出现外流，导致比索大幅度贬值。在央行多次大幅加息依然不能控制局面的情况下，为了避免再次出现违约，马克里政府与 5 月向 IMF 申请救助，且迅速得到了响应。但国内民众普遍担心 IMF 的苛刻贷款条件可能造成生活水平的大幅度下降，纷纷表示反对，罢工的范围和频率不断升级，社会动荡加剧。

另一方面，阿根廷主流媒体《民族报》于 2018 年 8 月披露了其收到的一个文件盒，里面的多个笔记本、注解本、发票、照片和视频记载了前政府所涉及的巨额贪腐事件。报道指出，包括前总统克里斯蒂娜在内的部分高官收受了多家国有和民营企业家的贿赂，涉案金额可能高达 1.6 亿美元。稍后，这些材料被转交给司法部门。截止目前，已经有包括规划部前负责人、再生能源部前负责人、规划部前秘书、前内阁长官等多名前政府官员遭到逮捕；此外，多家国营和私有企业的 7 名高层也因为行贿被捕。身为参议员的前总统克里斯蒂娜虽因享有豁免权未遭逮捕，但也被传讯。

虽然笔记本案主要涉及上届政府官员，但因克里斯蒂娜是主要反对党正义党中最有影响力的人士，原拟参加下届总统大选，如果她最终受到起诉，正义党现存的分裂趋势可能进一步加剧。加上现任总统马克里因经济形势恶化而导致民众支持率下降，阿根廷国内政治力量碎片化的倾向可能继续加强，政局的不确定性存在进一步上升的可能；但马克里政府应该可以顺利履职至 2019 年期满。

国家治理水平相对较低

据世界银行公布的国家治理能力指数，2016 年阿根廷政府各项治理能力百分比排名均值为 49.94，较上年的 38.55 大幅提升，主要是新政府上台后，政府的各项治理水平有所改善。但从具体指标看，除了话语权和问责制外，其他的指标均低于 60，显示了其国家治理水平相对较低。

图 1：2016 年阿根廷国家治理能力



数据来源：世界银行

地缘政治环境相对稳定

自 2015 年马克里上台以后，政府一直重视与全球主要经济体和邻国建立更为密切的政治经济关系。在与美国的秃鹫基金达成协议后，阿美关系得到改善；欧洲方面，阿根廷正在全力推进南方共同市场与欧盟签订自由贸易协议；阿根廷也一直致力于和周边国家及亚太国家建立良好合作关系，地缘政治环境相对稳定。

三、宏观经济表现与政策

经济增长缓慢，波动较大，主要依靠超发货币和外债支持，通货膨胀率长期维持在较高水平，失业率较高

受产业结构偏低、技术升级缓慢、劳动力市场僵化等结构性原因的制约，长期以来，阿根廷的经济增长相对缓慢，近 10 年的平均经济增长率仅为 1.69%，而近 5 年又进一步下滑至 0.72%，均远远低于全球经济平均增速；且经济增长的波动性很大，10 年 GDP 波动率高达 4.66%，位居全球前列。

因为农产品价格的回升和全球经济复苏对于出口的拉动，2017 年，阿根廷经济扭转了上一年度收缩的走势，名义 GDP 达到了 6,377.17 亿美元，实际增速为 2.86%，较上一年的 -1.82% 大幅上升 4.68 个百分点。

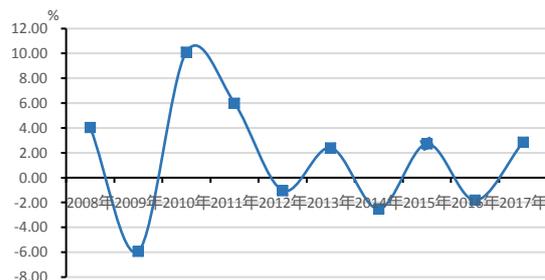
表 1：2013~2017 阿根廷宏观经济表现

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
实际 GDP 增速 (%)	2.86	-1.82	2.73	-2.51	2.41
名义 GDP (亿本币)	105,584.97	81,887.49	59,545.11	45,790.86	33,483.08
名义 GDP (亿美元)	6,377.17	5,541.07	6,424.64	5,636.14	6,114.71
人均 GDP (美元)	12395.39	12022.20	10914.88	10817.41	10512.00
CPI 增幅 (%)	7.49	8.86	7.67	7.78	11.14
失业率 (%)	9.04	9.92	10.28	10.91	11.01

数据来源：IMF

¹ 2014 年至 2016 年的阿根廷 CPI 增速数据未采用官方数据，原因是公认官方数据水分太高，包括世界银行和

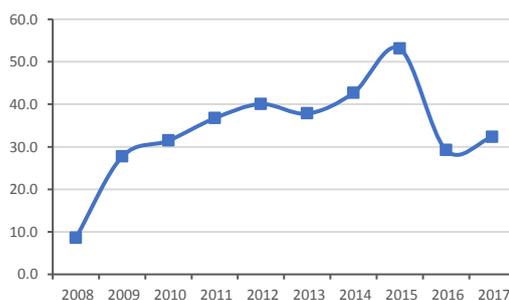
图 2：2008~2017 年阿根廷 GDP 增长率



数据来源：IMF

阿根廷的国内储蓄率长期较低，经济增长严重依赖国际融资和货币超发，在次贷危机造成国际融资困难，特别是 2011 年出现主权违约后，货币超发成为阿根廷政府解决资金缺口的主要手段，至 2015 年，M2 的增速一度超过 50%，远远高于 GDP 增速。

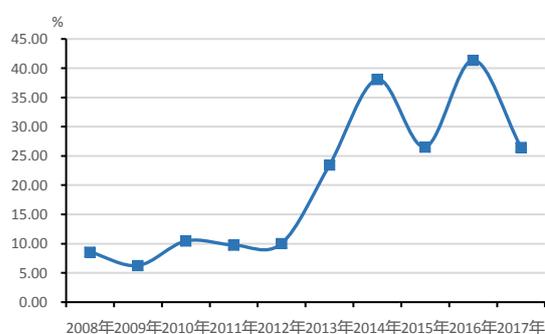
图 3：2013~2017 年阿根廷 M2 增速



数据来源：EIU，联合资信整理

货币超发的后果是令阿根廷的通货膨胀率维持在很高的水平，近五年均值达到了 31.19%。2017 年，阿根廷全年平均 CPI 增速虽然较上年有所下降，但依然处于 26.49% 的高位。

图 4：2013~2017 年阿根廷 CPI 增速¹

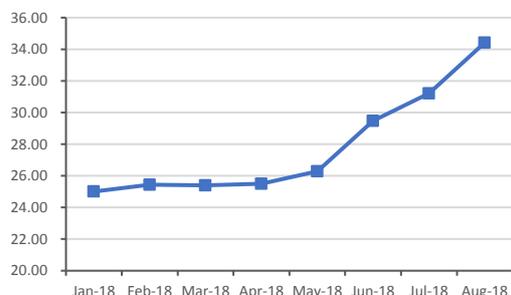


数据来源：IMF

IMF 在内的多个国际组织都不予采用。我们也因此选用了第三方数据。

进入 2018 年，因经济下滑，本币大幅度贬值，阿根廷的通货膨胀率再次持续加速上行，至 8 月 CPI 同比涨幅达到了 34.43%，较年初上升了 9 个百分点；全年通胀率料将突破 40%。

图 5：2018 年阿根廷月度 CPI 同比增速



数据来源: INDEC

因经济增长缓慢，阿根廷的失业率长期保持在 6.5% 以上的较高水平。2017 年，因经济增速回升，阿根廷的失业率出现小幅下降，从上一年的 8.47% 降至 8.35%，但进入 2018 年后，因经济增速有升转降，失业率又重新快速走高，据阿根廷经济与建设部数据，2018 年 1 季度末，失业率已经升至 9.1%，预计至 2018 年年末，阿根廷的失业率将有可能突破 10%。

图 6：2013~2017 阿根廷失业率



数据来源: IMF

面对迅速恶化的经济形势，紧缩的财政政策和货币政策已不可避免

受严重旱灾对阿根廷最为重要的出口项目农产品造成的重创，以及国际能源价格上涨和美联储连续加息后对本币比索形成的压力的影响，投资者普遍担心外债高企的阿根廷本币将出现大幅度贬值，纷纷向境外转移资金，而这一举措使得比索的贬值进一步加剧。

在 2018 年 4 月美元指数迅速转强后，阿根廷出现了大规模的资金外流，本币严重承压，为了捍卫汇率，避免本币贬值造成外债负担沉重的阿根廷主权违约，央行在一周内将基准利率上调了 675 个基点至 40%，并先

后消耗了超过 50 亿美元的外汇储备，但依然不能维持汇率。在此形势下，阿根廷政府被迫向 IMF 求助，并于 6 月 8 日与 IMF 达成 3 年期的 500 亿美元贷款协议。根据协议，阿根廷将今明两年财政赤字占国内生产总值比重目标分别由此前的 3.2% 和 2.2% 降至 2.7% 和 1.3%，并计划在 2020 年实现财政平衡，2021 年实现财政盈余。根据这个协议，阿根廷将不得不采取紧缩的财政政策以符合 IMF 的借贷要求。

协议同样要求对阿根廷有效控制通货膨胀，至 2012 年将通货膨胀率控制到 9% 以内。然而，一方面因为 500 亿美元的借贷额度未能覆盖阿根廷近两年的外债，另一方面，阿根廷的通货膨胀率继续快速走高，加上美元继续走强，对新兴市场压力进一步加剧，阿根廷的汇率在短暂稳定后继续走低，8 月 30 日，阿根廷被迫将基准利率上调至 60%，并再次向 IMF 寻求支持。9 月 27 日，双方宣布达成新协议将援助额度提升至 571 亿美元。但即便如此，似乎也未能有效阻止比索下跌，9 月 28 日阿根廷宣布将基准利率再次上调 500 基点，至 65%。

未来两年经济将出现明显萎缩

随着资金外流、利率飙升和经济的结构性失衡加剧，阿根廷的经济已经开始出现收缩，预计 2018 年的 GDP 将比上一年度下降 2.6%。2019 年，阿根廷的经济恐依然难以摆脱收缩，但程度料将有所缓和，GDP 降幅有可能改善至 1% 以下。

四、结构特征

经济发展水平相对较高，全球竞争力相对较弱

阿根廷是新兴经济体中发达程度相对较高的国家。但近 5 年几乎没有增长。2017 年，阿根廷的人均 GDP 到达 14,466.55 美元，较上一年的 12,708.87 美元上升 13.93%，主要受 2017 年比索对美元升值影响。

图 7：2013~2017 年阿根廷人均 GDP



数据来源: IMF

根据世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》，2017年，阿根廷的全球竞争力指数为3.81，在全球139个经济体中排名第104位，表明了阿根廷的全球竞争力相对较弱。

经济结构符合中上收入国家特征，但结构的脆弱性相对明显

近五年，阿根廷的三大产业占GDP的比重基本维持稳定。2017年，阿根廷第三、二、一产业占GDP的比值分别为61.08%、28.14%和10.78%，基本符合中上收入国家的特征，但经济结构的脆弱性也非常明显。

首先，出口对农产品和初级产品的依赖非常严重，受气候和国际大宗商品需求和价格波动的影响严重。虽然农业在阿根廷国民经济的组成中占比不高，但在出口中的份额非常可观，绝大多数年份超过40%，个别年份甚至接近60%，而矿产品和低端工业制品的出口占到出口总额的25%以上。

其次，在储蓄率相对较低的情况下，阿根廷的经济增长对外债依赖。截至2017年底，阿根廷的外债总额达到2,345.49亿美元，占GDP的比重分到36.79%，远高于20%的警戒线；加上经常账户常年保持赤字，出口极容易受到国际市场波动，外部冲击对于阿根廷经济的威胁极大。

金融部门以银行业为主，外资银行占比相对较高，银行的资本充足率和不良贷款率尚好，但超级利差的操作手段使得银行的收益和资产质量对汇率的敏感程度极高

阿根廷的金融体系以银行业为主，其他金融机构所占的比例相对较小。阿根廷央行属下的金融和交易机构监管局（SEFyC）负责对银行及其他非银行中介机构的监管，其他的金融监管机构则包括：保险监管局、退休和年金监管局，以及国家证监会。

目前，阿根廷总共有81家金融机构，其中银行65家，非银行金融公司16家。在65家银行中，外资银行占到了31%。截至2017年底，银行业的资本充足率维持在15.57%，不良贷款率为1.84%，均处于良好水平；而ROA和ROE的数据则格外抢眼，分别为4.20%和35.80%，主要因为阿根廷国内利率与国际市场利率存在巨大差异，银行往往通过借入美元，然后再以比索放贷来赚取超额套利润。

超级利差的操作固然有益于银行在正常情况下维持良好的经营指标，但也使得阿根廷银行业的收益率和资产质量对于汇率的敏感程度急剧上升。预计至今年年底，阿根廷银行业的各项经营数据将会出现比较大幅度

的下滑。

五、公共财政实力

政府的财政赤字水平长期较高，且占比迅速上升

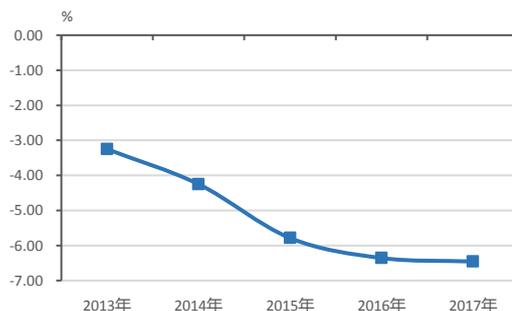
阿根廷的财政收入以税收为主，占比超过67%。因经济增长乏力，近年来财政收入增长较慢，但政府在社会福利上的支出刚性较强，向各省的转移支付占到30%，剩余主要用于支付退休金、工资和包括能源和交通在内的各类补贴，因此财政赤字占GDP的比值呈快速上升的趋势。2017年，阿根廷政府财政赤字达到6,817.61亿比索，占GDP的比重达到6.46%，较上年上升0.1个百分点，较2013年的3.25%则上升了3.21个百分点，远超3%的警戒线；财政赤字水平较高且上升较快。

表2：2013~2017 阿根廷一般政府财政表现

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
财政收入(亿比索)	35,967.69	28,716.22	21,066.34	15,843.87	11,501.14
财政收入/GDP (%)	34.07	35.07	35.38	34.60	34.35
财政支出(亿比索)	42,785.29	33,922.05	24,512.34	17,790.66	12,590.28
财政支出/GDP (%)	40.52	41.43	41.17	38.85	37.60
财政盈余(亿比索)	-6,817.60	-5,205.82	-3,446.00	-1,946.79	-1,089.14
财政盈余/GDP (%)	-6.46	-6.36	-5.79	-4.25	-3.25

数据来源: IMF

图8：2013~2017 年阿根廷财政占GDP比重



数据来源: IMF

一般政府债务占比较高且未来恐大幅上升，财政收入对政府债务保障能力弱

最近5年，阿根廷政府债务呈不断上升的趋势，占GDP的比重也一路升高。截至2017年底，阿根廷政府的一般政府债务总额为55,553.27亿比索，占GDP的比重为52.62%，较2013年上升了10.93个百分点，但仍然低于60%的警戒线。

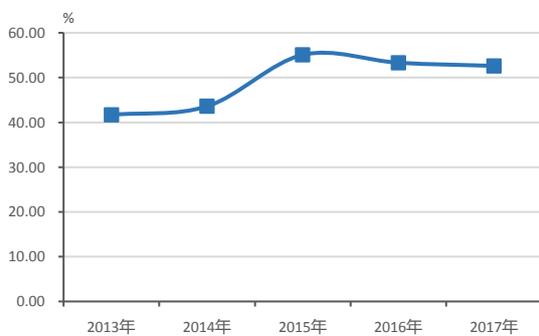
我们预计，鉴于未来两年阿根廷经济增速下降的可能性较大，阿根廷政府的财政收入也将呈现下降的趋势，而财政支出因刚性较强，其一般政府债务与 GDP 的比值都将出现较大幅度的上升。

表 3：2013~2017 阿根廷一般政府债务情况

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
政府债务总额 (亿比索)	55,553.27	43,658.76	32,796.78	19,958.71	13,958.85
政府债务总额/GDP (%)	52.62	53.32	55.08	43.59	41.69
财政收入/政府债务 (%)	64.74	65.77	64.23	79.38	82.39

数据来源: IMF

图 9：2013~2017 年阿根廷政府债务占 GDP 比重



数据来源: IMF

从债务结构分析看，截至 2017 年底，阿根廷的政府债务中外债占到了债务总额的 42.57%，内债占 57.43%，短期外债占比为 7.89% 左右，相对较低。但比索大幅度贬值料将增加政府外债占比，侵蚀政府的偿债能力。

阿根廷财政收入对政府债务的保障能力较弱，且近五年来，呈持续下降趋势。2017 年，政府财政收入与政府债务总额之比为 64.74%，较 2013 年的 82.39% 下降了近 18 个百分点。

六、外部融资实力

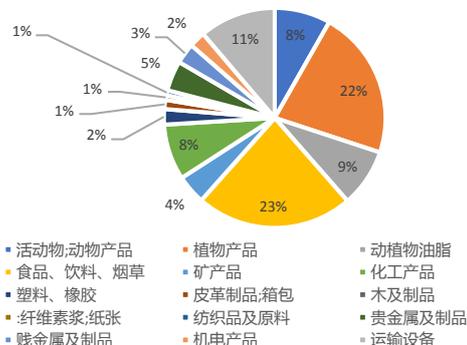
经常账户长期保持赤字且赤字规模近年来明显上升

阿根廷的出口以农产品和和低端工业产品为主，其中农产品的出口额占比平均超过 40%，个别年份甚至超过 50%，因此出口受国际市场波动影响较大。进口则以中高端制成品为主，刚性相对较强。

从阿根廷出口产品的类别来看，2017 年，排在前四位的分别是食品、饮料和烟草，植物产品，运输设备和动植物油脂，分别占到了出口总额的 23%、22%、11%

和 9%。

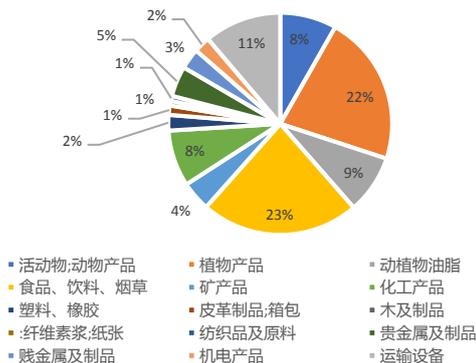
图 10：2017 年阿根廷出口产品分布



数据来源: Wind

而进口的前四位产品则是机电产品、化工产品、运输设备和矿产品，分别占到进口总额的 28%、23%、14% 和 9%。

图 11：2017 年阿根廷进口产品分布



数据来源: Wind

因为出口产品的竞争力相对较弱，且容易受国际市场波动影响，而进口主要为能源和民生物资，刚性相对较强，近年来，阿根廷的经常账户一直维持赤字，且整体呈现不断走扩的趋势。2017 年，阿根廷的经常账户赤字达到了 313.24 亿美元，占 GDP 的比重为 4.91%，较上一年度大幅度上升 2.26 个百分点，与 2013 年的 2.15% 相比上升了 2.76 个百分点。

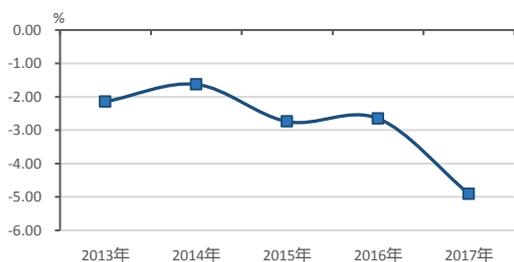
因为地理位置相对偏远、市场规模相对较小，以及劳动力成本较高，阿根廷一直不是国际投资流入的热点；另一方面，因为通货膨胀率常年维持较高水平，比索一直面临较大的贬值压力，相当部分居民拥有较高的美元存款，因此阿根廷国际投资净头寸常年维持盈余局面，截至 2017 年底，阿根廷的国际投资净头寸达到 220.22 亿美元，占 GDP 的比重为 3.45%。

表 4：2013~2017 阿根廷经常账户及对外投资情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
进口额(亿美元)	880.76	744.96	766.23	809.37	903.02
出口额(亿美元)	726.42	707.32	700.23	818.37	896.08
贸易平衡(亿美元)	-154.34	-37.65	-66.00	9.00	-6.94
CAR(亿美元)	793.72	765.50	749.46	874.34	949.30
CAB(亿美元)	-313.24	-146.93	-176.22	-91.79	-131.24
CAB/GDP(%)	-4.91	-2.65	-2.74	-1.63	-2.15
国际投资净头寸(亿美元)	220.22	510.32	560.26	543.55	606.83
国际投资净头寸/GDP(%)	3.45	9.21	8.72	9.64	9.92

数据来源: IMF

图 12：2013~2017 年阿根廷经常账户平衡/GDP



数据来源: IMF

外债水平很高，且上升速度较快，政府外债占比较高；外部融资需求大

近年来，阿根廷的外债水平呈持续上涨趋势。截至 2017 年底，阿根廷的外债总额为 2,345.49 亿美元，外债总额相当于 GDP 的 36.78%，较上年末上升了 4.18 个百分点，与 2013 年相比上升了 12.28 个百分点，外债水平很高，且上升迅速。政府外债占总外债的比重较大，为 60.90%。

经常账户的赤字和高额的外债令阿根廷的外部融资需求巨大。经初步测算，2018 年和 2019 年，阿根廷的外部融资需求将超过 820 亿美元。

表 5：2013~2017 阿根廷外债情况

	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
外债总额(亿美元)	2,345.49	1,811.70	1,706.25	1,462.48	1,437.26
外债总额/GDP(%)	36.78	32.70	26.56	25.95	23.50
政府外债(亿美元)	1,428.29	1,086.95	879.12	737.11	705.95
政府外债/外债总额(%)	60.90	60.00	51.52	50.40	49.12

数据来源: IMF

经常账户收入对外债保障能力较弱，外汇储备覆盖水平较低

阿根廷经济的外部依赖性较大，但经常账户常年保持赤字，对外债偿还的保障能力较弱，且近年来快速下

跌。2017 年，阿根廷经常账户收入外债总额的比值为 89.31%，较上年大幅度下降；与 2013 年相比，下降幅度超过 35 个百分点，外汇储备对总外债的覆盖仅为 23.47%，对政府外债的覆盖也仅为 38.54%，覆盖率很低，外部脆弱性高。

表 6：2013~2017 阿根廷外债保障情况

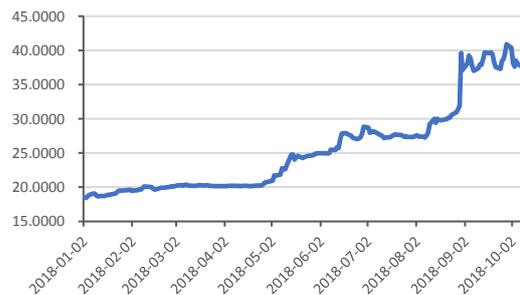
	2017年	2016年	2015年	2014年	2013年
外汇储备(亿美元)	550.52	393.07	255.63	314.07	306.00
CAR/外债总额(%)	33.84	42.25	43.92	59.79	66.05
CAR/政府外债(%)	55.57	70.43	85.25	118.62	134.47
外汇储备/外债总额(%)	23.47	21.70	14.98	21.48	21.29
外汇储备/政府外债(%)	38.54	36.16	29.08	42.61	43.35

数据来源: IMF

本币贬值压力巨大，恐将进一步增加外债偿付压力

2015 年 12 月新政府上台前，阿根廷实行了货币管理局制度，官方汇率相对稳定，但因通货膨胀率较高，本币高估的现象严重，外汇黑市猖獗。新政府上台后，阿根廷改用了有管理的浮动汇率制度，至 2017 年底，比索保持了相对稳定。但进入 2018 年后，受美元加息步伐加快、财政和经常账户赤字走扩、外债负担加剧等因素影响，美元兑比索的汇率已经从年初的 18.55 跌至 9 月末的 40.90，而本币的大幅度贬值又增加了阿根廷政府和企业的偿债压力。

图 13：2018 年美元兑比索汇率变化



数据来源: WIND

七、评级展望

阿根廷的政局的稳定性正在下降，未来两年经济萎缩已成定局，财政长期保持赤字且幅度持续走扩，政府债务水平总体呈上升趋势，经济的对外依赖程度较高，经常账户长期保持赤字，外债水平较高，本币贬值的压力巨大，但在 IMF 的全力支持下，短期内发生主权债务违约的可能性依然较小，经综合评估，联合资信给予稳定的展望。

阿根廷主要数据

	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
宏观数据					
GDP (亿比索)	105,584.97	81,887.49	59,545.11	45,790.86	33,483.08
GDP (亿美元)	6,377.17	5,541.07	6,424.64	5,636.14	6,114.71
实际 GDP 增速 (%)	2.86	-1.82	2.73	-2.51	2.41
CPI 增幅 (%)	26.49	41.39	26.54	38.08	23.44
失业率 (%)	8.35	8.47	6.55	7.25	7.08
结构特征					
人均 GDP (美元)	14,466.55	12,708.87	14,895.32	13,208.83	14,488.83
银行业资本充足率 (%)	15.57	16.66	13.28	14.67	13.61
银行业不良贷款率 (%)	1.84	1.84	1.74	1.99	1.73
银行 ROA (%)	4.20	5.34	6.09	6.11	5.04
银行 ROE (%)	35.80	43.41	48.49	48.60	43.66
国内总储蓄率 (%)	15.16	15.63	14.33	14.38	14.25
公共财政					
财政收入 (亿比索)	35,967.69	28,716.22	21,066.34	15,843.87	11,501.14
财政收入/GDP (%)	34.07	35.07	35.38	34.60	34.35
财政支出 (亿比索)	42,785.29	33,922.05	24,512.34	17,790.66	12,590.28
财政支出/GDP (%)	40.52	41.43	41.17	38.85	37.60
财政盈余 (亿比索)	-6,817.60	-5,205.82	-3,446.00	-1,946.79	-1,089.14
财政盈余/GDP (%)	-6.46	-6.36	-5.79	-4.25	-3.25
政府债务总额 (亿比索)	55,553.27	43,658.76	32,796.78	19,958.71	13,958.85
政府债务总额/GDP (%)	52.62	53.32	55.08	43.59	41.69
财政收入/政府债务 (%)	64.74	65.77	64.23	79.38	82.39
外部融资					
进口总额 (亿美元)	880.76	744.96	766.23	809.37	903.02
出口总额 (亿美元)	726.42	707.32	700.23	818.37	896.08
进出口净额 (亿美元)	-154.34	-37.65	-66.00	9.00	-6.94
进出口总额/GDP (%)	25.20	26.21	22.83	28.88	29.42
经常账户收入 (亿美元)	793.72	765.50	749.46	874.34	949.30
经常账户余额 (亿美元)	-313.24	-146.93	-176.22	-91.79	-131.24
经常账户余额/GDP (%)	-4.91	-2.65	-2.74	-1.63	-2.15
国际投资净头寸 (亿美元)	220.22	510.32	560.26	543.55	606.83
国际投资净头寸/GDP (%)	3.45	9.21	8.72	9.64	9.92
外债总额 (亿美元)	2,345.49	1,811.70	1,706.25	1,462.48	1,437.26
政府外债总额 (亿美元)	1,428.29	1,086.95	879.12	737.11	705.95
外债总额/GDP (%)	36.78	32.70	26.56	25.95	23.50
政府在外债总额中的占比 (%)	60.90	60.00	51.52	50.40	49.12
外汇储备 (亿美元)	550.52	393.07	255.63	314.07	306.00
经常账户收入/外债总额 (%)	33.84	42.25	43.92	59.79	66.05
外汇储备/外债总额 (%)	23.47	21.70	14.98	21.48	21.29

数据来源：世界银行、IMF、阿根廷财政部、阿根廷国家统计局、阿根廷央行

国家主权长期本外币信用等级设置及其含义

联合资信和联合评级国家主权长期信用评级包括长期外币信用评级和长期本币信用评级，国家主权长期本、外币信用等级均划分为三等十级，分别用 AAA_i、AA_i、A_i、BBB_i、BB_i、B_i、CCC_i、CC_i、C_i 和 D_i 表示，其中，除 AAA_i 级和 CCC_i 级（含）以下等级外，每个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于基础等级。具体等级设置和含义如下：

等级	级别	含义
投资级	AAA _i	信用风险极低，按期偿付债务本息的能力极强，几乎不受可预见的不利情况的影响。
	AA _i	信用风险很低，按期偿付债务本息的能力很强，基本不会受到可预见的不利情况的影响。
	A _i	信用风险较低，按期偿付债务本息的能力较强，有可能受到环境和经济条件不利变化的影响。
	BBB _i	信用风险低，具备足够的能力按期偿付债务本息，但易受环境和经济条件不利变化的影响。
投机级	BB _i	存在一定信用风险，尚可从商业部门或金融部门获取资金偿付债务本息，但易受到不利环境和经济条件冲击。
	B _i	信用风险较高，保障债务安全的能力较弱，目前能够偿还债务本息，债务的保障能力依赖于良好的商业和经济环境。
	CCC _i	信用风险较高，债务保障能力较弱，触发信用风险的迹象增多，违约事件已经成为可能。
	CC _i	信用风险高，出现了多种违约事件先兆。
	C _i	信用风险很大，违约事件发生的可能性很高。
违约级	D _i	已经违约，进入重组或者清算程序。